

第1章 総論：通貨危機のメカニズム

著者	国宗 浩三，樹神 昌弘
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	アジ研トピックリポート
シリーズ番号	28
雑誌名	97年アジア通貨危機 東アジア9ヶ国・地域における 背景と影響を分析する
ページ	1-28
発行年	1997
出版者	アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00009578

第1章 総論：通貨危機のメカニズム

はじめに

本章の内容は、大きく二つに分けられる。第1節では、アセアン通貨危機の原因を巡る議論を整理し、本報告書全体の導入とすることが狙いである。第2節以下では、マクロ経済政策の整合性という観点に焦点を絞って、通貨危機の分析と政策提言を行うことを目的としている。

第1節 アセアン通貨危機を巡る議論

今回の通貨危機の原因に関する議論を、大きく分けると、i)国際的な資本の動きに原因を求める説とii)経済のファンダメンタルズの悪化に原因を求める説の二つになるであろう。

まず、それぞれに関し簡単に紹介し、コメントを加えよう。

1. 資本の動きに関する説

a) 「投機家」悪者説

これは、マレーシアのマハティール首相のジョージ・ソロス氏への非難に代表される主張である。先進国の投資家が「投機」行為により、発展途上国を食い物にして儲けているというものである。確かに、タイ・バーツに関しては、危機の「引き金」にはヘッジ・ファンド¹の動きが関与していたようである。しかし、こうした主張はあまりにも単純すぎる。

第一に、こうした捉え方は一面的である²。いかに資金量が大いといっても、単独の投資家が、通貨危機を引き起こすことはあり得ない。もちろん、ソロス氏のように有力な投資家が資金を引き上げるという行為が、他の投資家の

将来予想に大きな影響を与え、通貨危機の引き金を引くことは十分あり得る³。しかし、これは、例えば「タイは危ない」と言うことの出来る根拠があったからであり、投資家の行動が根拠を作り出している訳ではない。また、「投機」に対する認識も一面的である⁴。

第二に、こうした認識からは規制による対策が行われる傾向があるが、これは、危機をより深刻にするだけである。とくに、事後的な資本取引規制強化は、その国の市場から離れ始めた投資家をますます遠ざけることとなり、資本流出に拍車をかけるだけである。経済のファンダメンタルズは決して悪くないマレーシアが、マハティールの発言の度に株価・為替レートを下げているのは、このためである。

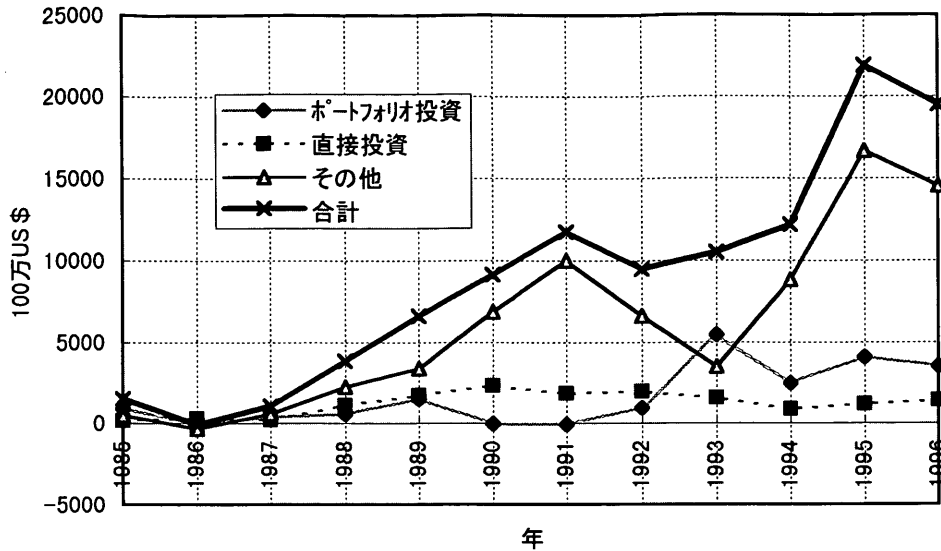
b) ポートフォリオ投資を問題とする説

90年代に入ってから、米国の機関投資家を中心として「新興市場（エマージング・マーケット）」への投資ブームが起こっている。とくに、94年のメキシコ危機以後は、ポートフォリオ投資⁵の問題点が指摘されるようになった。それは、短期間に大幅な変動がありうるという点である。ポートフォリオ投資以外の代表的な投資形態は、直接投資や融資（銀行、政府間）などであるが、直接投資は経営・生産の移転を伴っているため、撤退する場合には時間がかかる。また、融資は、通常は期間を定めて行うため、契約期間の終了以前に回収することは難しい⁶。

図1（A～D）にアセアン4の資本収支の推移を示したが、これを見るとタイは92年、インドネシア93年、フィリピン94年頃より、ポートフォリオ投資の（ネットの）流入額が増大していることが分かる。しかし、マレーシアに関しては、ポートフォリオ投資はネットでマイナスとなっている。また、中南米諸国やインドなどに比べて、アセアン4の場合は、ポートフォリオ投資よりも、銀行ローン（図中、その他の項目に含まれる）の規模が、ずっと大きいことも大きな特徴となっている。

このように、アセアン諸国の場合は、ポートフォリオ投資の影響は比較的に小さかったと言えるだろう。しかし、銀行ローンや直接投資も含めて資本流入全体を見ると、全ての国で80年代末から90年代を通して急激に増大している。こうして、短期間に、巨額の資本流入が起こったことは、国際収支管理上の問

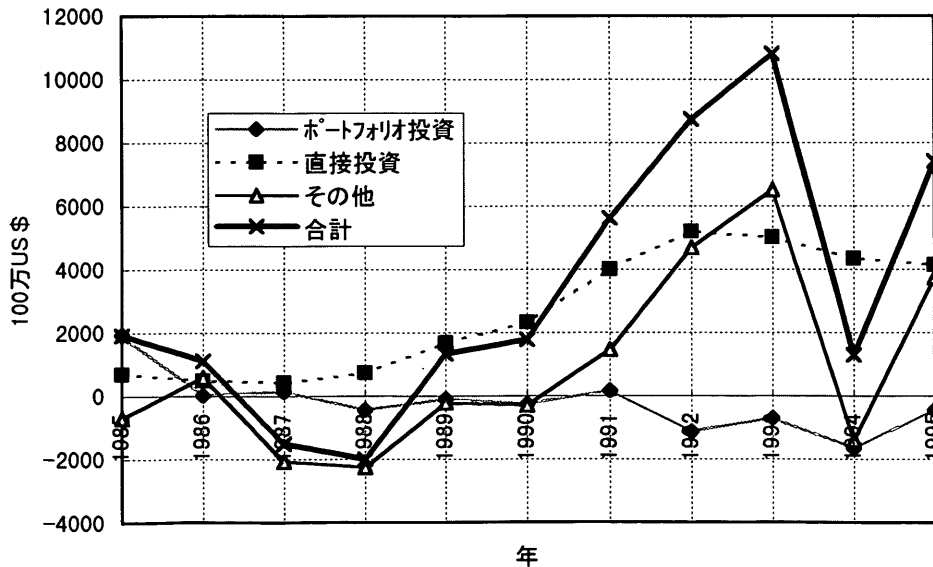
図1-A 資本収支（タイ）



(出所) IMF "International Financial Statistics"

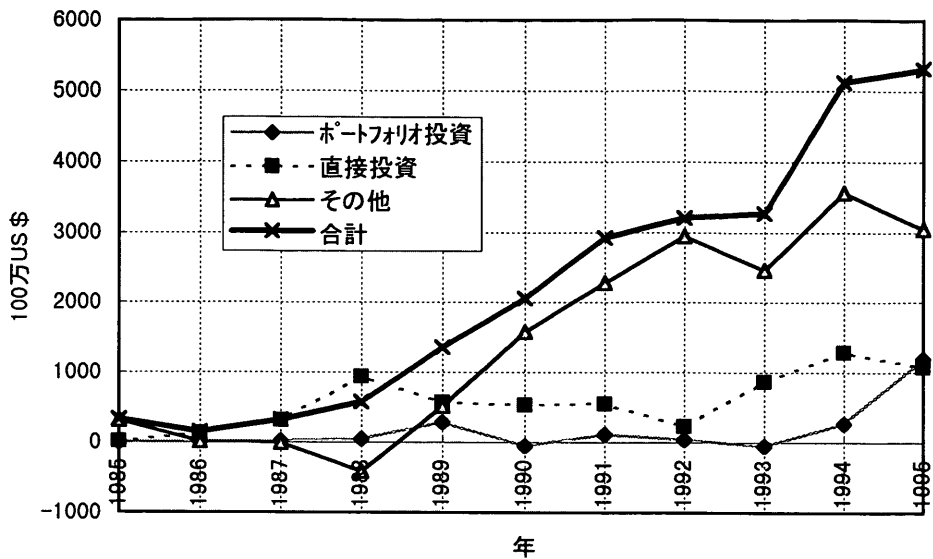
(注) 銀行ローンは「その他」に含まれる。

図1-B 資本収支（マレーシア）



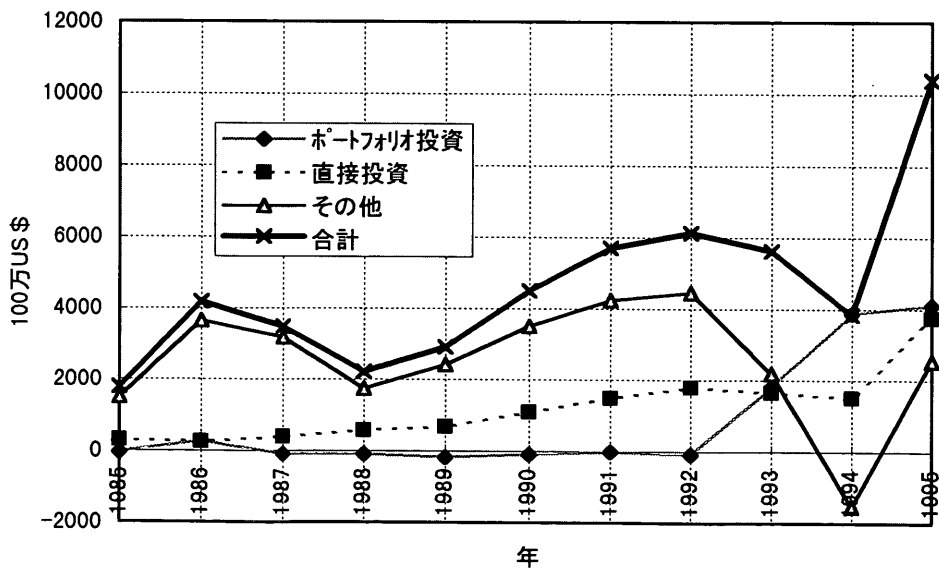
(出所) 図1-Aに同じ。

図1-C 資本収支（フィリピン）



(出所) 図1-Aに同じ。

図1-D 資本収支（インドネシア）



(出所) 図1-Aに同じ。

題（第2節で詳述）を引き起こしたことは確かである。

このように、国際間の資本の動きは、重要な要因である。しかし、「なぜ」資本の動きが生じているのかを考える必要がある。それには、次に見る「経済のファンダメンタルズ」の善し悪しを巡る議論が参考となる。

2. 経済のファンダメンタルズ悪化を問題とする説

a) 経常赤字を問題とする説

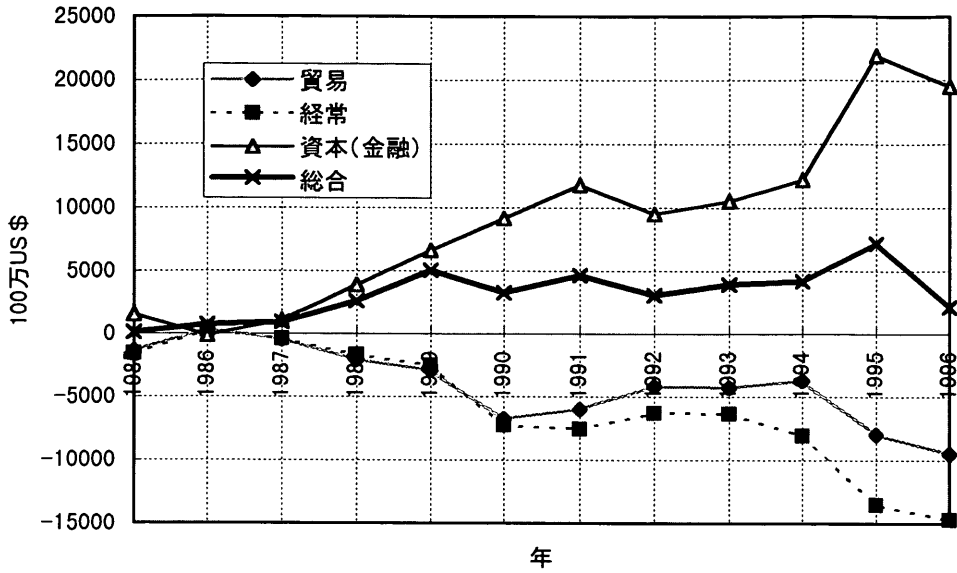
図2（A～D）に見るように、アセアン諸国は、巨額の経常収支赤字を抱えている。タイ、インドネシアはほぼ全期間に渡って経常赤字を出している。フィリピンは87年より、マレーシアは90年より赤字となっている。そして、大きな傾向としては、赤字幅が拡大してきた。ただし、貿易収支と経常収支の関係は、各国ごとに、さまざまである。マレーシア、インドネシアは貿易収支は黒字基調であるのに経常収支は赤字基調となっている。フィリピン、タイは共に貿易収支も赤字傾向であるが、フィリピンでは経常収支以上の赤字となっているのに対し、タイでは経常収支よりも赤字幅は小さい。

一方、総合収支の動きを見ると、全ての国において、90年前後より黒字基調で推移している。総合収支は経常収支と資本収支を合計したものであり、外貨準備の増減に、ほぼ一致する。従って、この間、一貫して外貨準備は増大していたことが分かる（外貨の買い介入により本国通貨の価値の上昇を抑えていた）。つまり、経常収支赤字は大きかったが、それ以上に巨額の資本流入が続いていたと言える。このように、この期間は経常収支赤字は問題と見なされなかったのに、通貨危機の勃発と前後して、突然、問題視されるようになったのはなぜかを考える必要がある。

b) 実質実効為替レートの増価が問題だとする説

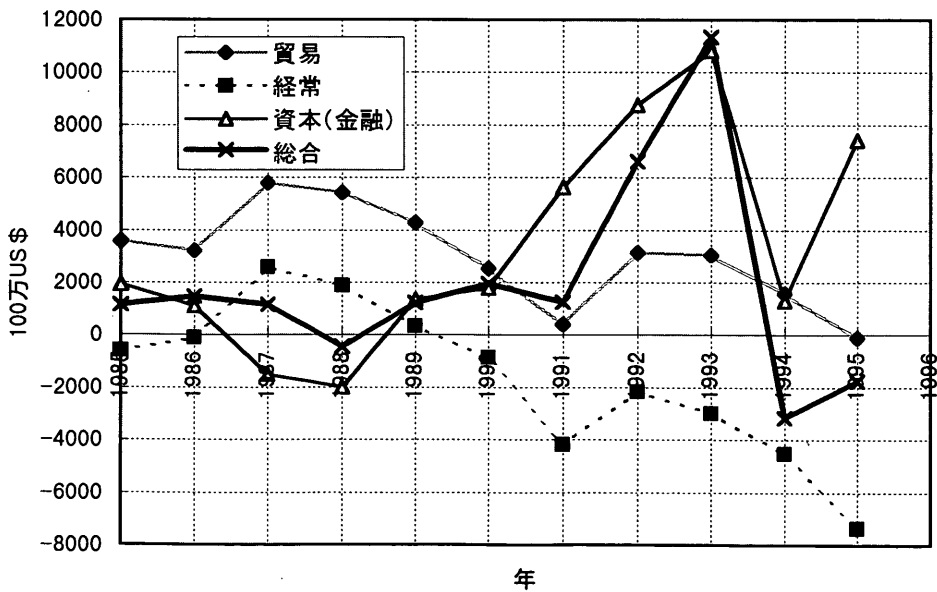
アセアン諸国の多くが、ドルとの関係で名目為替レートを安定的に保つ政策をとってきた。これは、次の二つの理由で問題である。1）自国のインフレ率が米国のインフレ率より高い場合は、対ドル為替レートの実質的な増価（本国通貨の価値が上昇）を引き起こす（インフレ率は表1を参照）、2）アセアン諸国は米国以外に日本などとも貿易関係を持っているので、ドルが円に対して強くなれば、自動的にアセアン諸国通貨も円に対して増価する。いずれの場合

図 2 - A 国際収支 (タイ)



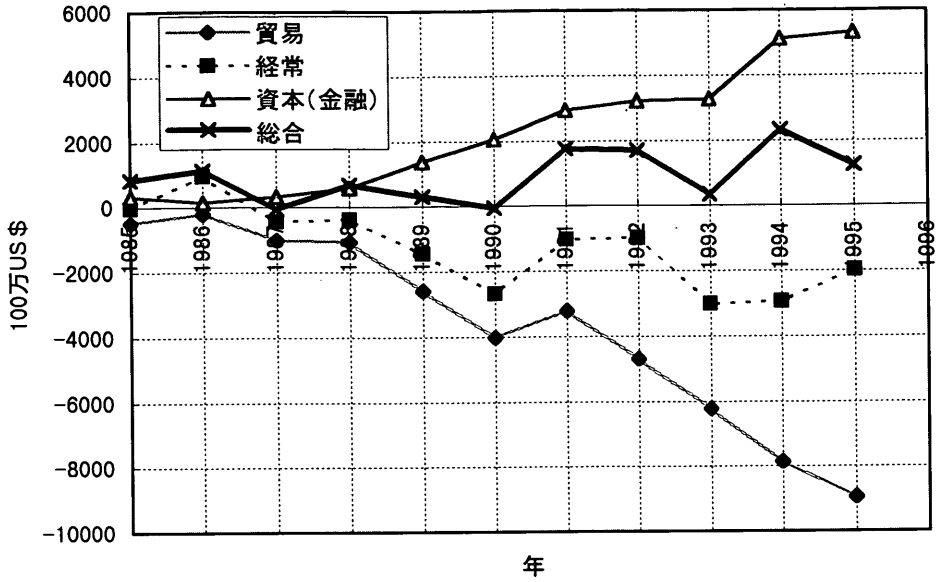
(出所) IMF "International Financial Statistics"

図 2 - B 国際収支 (マレーシア)



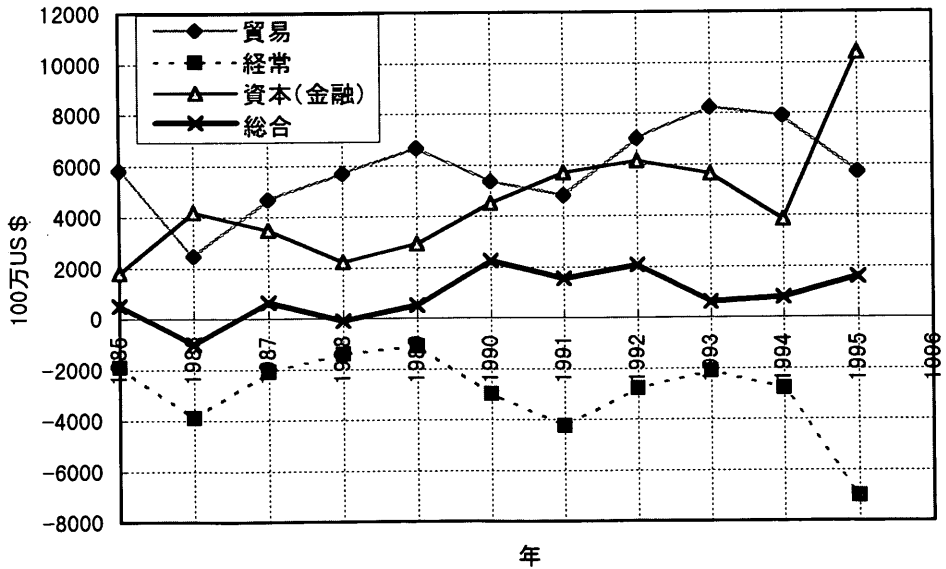
(出所) 図 2 - A に同じ。

図2-C 国際収支（フィリピン）



(出所) 図2-Aに同じ。

図2-D 国際収支（インドネシア）



(出所) 図2-Aに同じ。

表1 インフレ率

(単位：%)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
タイ	2.43	1.84	2.50	3.80	5.36	5.98
マレーシア	0.35	0.74	0.29	2.56	2.81	2.62
フィリピン	23.00	0.75	3.79	8.76	12.21	14.14
インドネア	4.73	5.83	9.28	8.04	6.42	7.81

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
タイ	5.70	4.07	3.38	5.16	5.71	5.81
マレーシア	4.36	4.77	3.54	3.72	5.30	3.49
フィリピン	18.71	8.92	7.59	9.06	8.09	8.41
インドネア	9.41	7.53	9.69	8.52	9.43	7.97

(出所) IMF "International Financial Statistics"

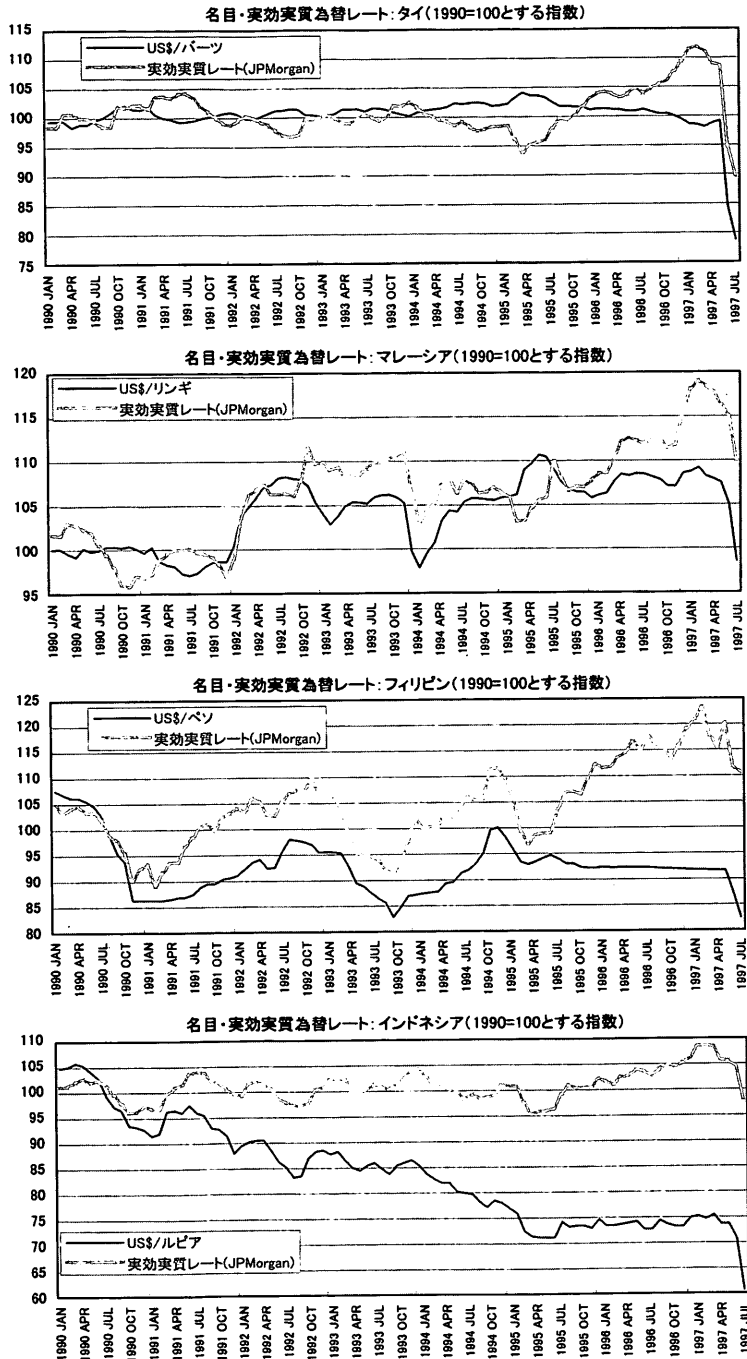
も、輸出競争力を損なう。このように、その国の通貨がどのくらい割高（割安）になっているかを見るには対ドル名目為替レートでは不十分である。そこで、2国間の物価上昇率の差により補正した「実質為替レート」という指標を使う場合もある。さらに、対ドルの関係だけでなく、円やヨーロッパ通貨など、貿易関係にある全ての国の通貨との間の実質為替レートの加重平均（ウェイトは貿易量の比率）である「実質実効為替レート」がより正確な指標として用いられる。

図3に、アセアン4の対ドル名目為替レートと実質実効為替レートの推移（'90～）を示した。これを見ると、国ごとに、細かな違いも見られる。最も極端に、対ドル名目為替レートの固定を行ってきたのはタイである。続いてフィリピンがあげられる。インドネシアは一定率で名目レートを切り下げる政策をとってきた。これらに対して、マレーシアは、むしろ名目レートの増価をある程度許容してきたと言えるだろう。しかし、95年より97年にかけては、極めて共通した政策をとった。全ての国において、対ドル名目為替レートが安定する（させる）中で、実質実効為替レートが一貫して増価している。これは、確かに各国の貿易収支を悪化させる大きな要因となったであろう。

c) 生産性を問題にする説

アセアン経済は、外資主導の成長であり、サポーティングインダストリーな

図3 アセアン4の実効実質為替レート



(出所) J. P. Morgan

(注) 指数の増加が自国通貨の増価を意味する。

どの産業基盤が弱いと言われてきた。また、高等教育が手薄であり、技術者が不足していることも問題視されてきた。これらの問題は、各国の分析において、必要に応じて触れられることになるだろうから、この総論では、詳しい分析は行わない。

こうした要因は将来の経済成長への制約要因となるが故に、確かに、ファンダメンタルズの問題の一つである。

d) バブル経済の崩壊

株式市場や不動産市場における価格の上昇（バブル）と、その崩壊は、不動産会社や金融機関のバランスシートを傷つける。特に、金融機関が巨額の不良債権を抱え込むと、最近の日本のように、その影響は極めて大きく、しかも、長引くことになる（デット・デフレーション）。これも、経済成長率を引き下げる要因である。

また、バブル崩壊からの回復スピードは、法制度や企業会計制度の整備とその透明性が高いかどうか、また、政治家や官僚による私的経済活動への恣意的介入の余地が大きいかなどにより、大きく影響を受ける。これらの点では、アセアン諸国の国際的な評価は低い。これは、海外投資家層のアセアン経済の今後の見通しに対しても悪影響を与えている。

3. まとめ

まとめると、ファンダメンタルズの悪化は、それが経常収支を悪化させるか経済成長率を低下させる要因であるから問題と見なされていると言える。国際的に資金運用を行っている投資家や、銀行の通貨ディーラーは、これらのファンダメンタルズの変化から将来予想を行いながら売買を行っている。しかし、ファンダメンタルズの危険水準そのものに関する合意があるわけではない。そこで、一部の投資家が「そろそろ危ない」と思っているても、その他多くの投資家が「まだ大丈夫だ」と思っている限り、通貨危機は起こらない。例えば、ソロス氏などの個々の投資家がタイ・バーツのショート・ポジション（売り越し）を取るということ自体がマーケットに与える影響はそれほど大きなものではない。しかし、ソロス氏のように実績ある投資家の行動や予想は、その他大勢の投資家の将来予想に大きな影響を与える場合がある。それが、通貨危機の

「引き金」となることは十分にありうる。そして、大勢がその国通貨の「売り」に転じると、それまでの資本の流入が大きいほど、流出も大きくなると言えるだろう。

このように考えると、以上のいずれの説も、それぞれに一面の真理を捉えており、それぞれの要因が全て関連して通貨危機という結果をもたらしたと言えるだろう。従って、ある一つの要因に注目して、それぞれ深く分析することは大切であるが、あたかもそのみで通貨危機が説明できると主張するのは無理があることも、同時に認識しておく必要があるだろう。

さて、ここまでの説明では、意識的に避けてきた問題がある。それは、「政府の政策」という要因である。ファンダメンタルズの悪化にしても、それを防止する政策があったのか、また、今後の対応に関しても、これまでの政策に問題があったかどうかという視点は大変重要である。そこで、次節以下では、為替政策、金融政策、財政政策などの政策同士の整合性といった観点から、通貨危機の原因と対策を検討してみたい。

これは、個別要因のミクロ的な分析とは、少し次元の異なる議論である。また、個別国のミクロ的な産業・貿易構造などの相違にも関わらず、かなり共通する枠組みで扱える問題でもある。従って、この総論で取り扱うのがふさわしいであろう。

第2節 マクロ経済政策からみた通貨危機

1. 固定レート制度を巡るトレード・オフ

そもそも「通貨危機」は、通貨当局が為替レートを一定（または一定の範囲）に保とうとすることに対して発生する。確かに、為替レートを固定することによる便益は大きい。例えば、アセアン諸国にとっては、通貨価値を安定させることは、日本など先進国の企業が直接投資を行い現地生産を行う上での為替リスクを軽減させるという意味が大きかった。それにより、さらなる外資の呼び込みが可能になると考えたわけである。

しかし、固定レートを維持することによるコストも存在する。この点が、多くの場合、忘れられがちである。例えば、日本が固定レート制度をとっていた73年以前には、「国際収支の天井」が、国内の好景気を終焉させる障害物とし

て認識されていた。すなわち、景気の拡大は、輸入の増大により国際収支を悪化させる。これは、ドルの需要超過を招くため、外為市場でのドル売り介入を通じて、外貨準備を減少させる。外貨準備の量は有限であるから、それが払底する前に、財政・金融政策により景気を引き締め（需要を削減し、国際収支を改善する）ざるを得ない。

このように、固定レート制度を維持する対価として、国内の財政・金融政策の自由度は、一定程度制限される。別の言い方をすれば、為替政策は、他の経済政策と全く独立に実施可能なものではない。諸経済政策の間にはトレード・オフの関係がある。今回のアセアン諸国の通貨危機を、こうした諸政策間の整合性の観点から見ると、どのようなことが言えるのかが、これ以後の本章のテーマである。まず、次項では、この観点から今回の通貨危機のメカニズムを簡単に説明したい。その際には、「資金が流れ出す」という通貨危機の局面だけではなく、もう少し遡って、その資金が「流れ込んで」来た時点から考察を始める。

2. 通貨危機のメカニズム

1990年代初頭から、いわゆる「エマージング・マーケット（新興市場）」というかけ声の下、世界的な資金の流れに大きな構造変化が起こり、先進国から途上国への民間資金流入が増大した。アセアン諸国も例外ではなかった（もう一度、前掲図1を見てもらいたい）。経常収支赤字は、当時も大きかったが、それ以上に巨額の資本流入があったため、この時期には、為替レートには（自国通貨への）切り上げ圧力が加わり、それを抑える為に、ドル買い介入が行われた。この結果、外貨準備は大幅に増大した（前掲、図2の総合収支がほぼ外貨準備の増減に一致している）。つまり、通貨危機の逆の事態が数年前に起こっている。今回の通貨危機に至る政策の問題を語るには、この時点から見ていくのが良い。

この時点だけを見ると、外貨準備も増えているし、通貨価値は一定に保たれていたのだから、大変結構なことではないか、と思われる方もいるだろう。しかし、そうではない。外貨準備の増大は、いわゆるベースマネーの増大を通じて、国内のマネーサプライを増加させるからである。これを放置することは、拡大的な金融政策をとることと同じ効果を持つ。この効果を相殺する方法はあ

る（次節の第1項で検討する需要管理政策が効果的である）が、十分ではなかった。このため、経済は需要超過の状態となり、購買力が過剰となった。より世俗的な言い方をすると、日本のバブル期と同じように、「金あまり」状況となった。あまった金が財の購入に向かうと、①インフレーションになるし、土地・不動産や株式の購入に向かうと②バブルの原因となる。

為替レートの増価を抑えるための為替介入（外貨買い介入）の大きな目的は、輸出競争力の維持であった。しかし、これが、不十分な需要管理政策によりインフレーションを引き起こしたとすると、結局は実質為替レートの増価を招き、輸出競争力は低下する。もっとも、アセアン諸国の場合、インフレ率の持続的な上昇はなかった。その意味では、ある程度の需要管理政策は行われたと言えるだろう。しかし、先進国に比べるとインフレ率は若干高めの状態が続いた為に、為替レートの実質増価は起こった。（実質実効レートに関して言えば、最近の増価は、円安による影響も大きい）。また、不十分な需要管理政策は、バブルの原因にもなった。バブルは崩壊してみると、経営破綻や不良債権の累積など、無駄に浪費された資金の後始末に追われることになる。結局、せっかく海外から流入したきた資金の使い道を誤ったということになる。

これらの問題が、次第に明らかになるに従い、海外からの資金流入は止まり、ついには流出に転じる。こうして、通貨危機が発生したと考えられる。

第3節 ポリシー・ミックス

それでは、どのような政策により通貨危機を防止することができたであろうか。先回りして結論を言うと、決定的に有効な政策はなかった。

最もオーソドックスな政策は、次の第1項で見るポリシー・ミックス（政策の組み合わせ）である。IMFなどの国際機関による政策提言もこうした見方を基礎としている。第2項で見る、金融機関への健全性規制は、外資流入の需要への影響が完全に相殺できない場合でも、それがバブル的な資金の浪費に繋がることを避けるための補助的政策である。第3項で見る、資本流入規制は、いっそのこと、資金が流入してくる時点で、その規模を抑えることにより、その後のマクロ政策への負担を軽減しようという策である。今後の通貨制度の選択肢として、第4項、第5項では、それぞれ変動レート制、カレンシーボード

制を検討する。

1. 固定レート維持と需要管理政策

前節で見たように、固定レート制度を維持するために、中央銀行等が為替市場において介入を行うことには、貨幣供給量の変動（または、同じ事であるが、金利の変動）という副作用が伴う。貨幣供給量の変動は、短期的には、一国経済の総需要を変動させ、景気に影響を与える。従って、金融政策・財政政策といった総需要管理政策と、為替政策との相互関係を整合的に保つ必要が出てくる。

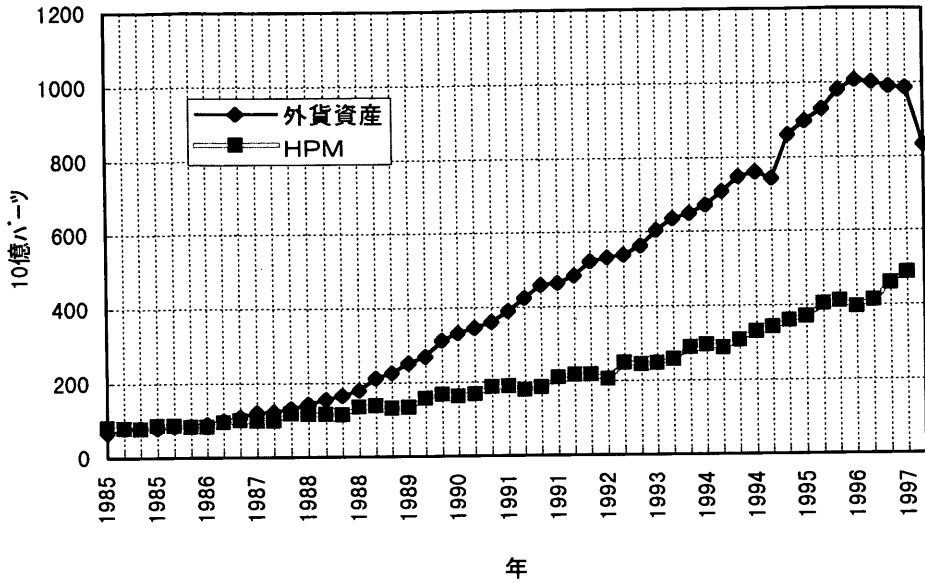
今回の通貨危機に即して言うとは、90年代前半の資本流入による自国通貨の増価を抑える為替介入は、外貨準備を増大させ、貨幣供給を増大させる要因となった。これは、総需要を過大なものとするので、需要を抑えるマクロ政策（緊縮的な金融政策か財政政策）が、同時に行われる必要があった。すなわち、資本流入による「金あまり」は、中央銀行によるオペレーションや財政黒字などにより、市場から資金を吸い上げるにより相殺する必要があった。

図4（A～D）は、各国の中央銀行のバランスシートから、外貨資産とハイパワード・マネー（図中ではHPMと表記）の推移をグラフ化したものである。中央銀行の外貨資産の増大は、為替市場における外貨買い介入の結果である。他の条件を一定とすると、これはハイパワード・マネー増大を通じて、マネー・サプライを増やしてしまう。フィリピン以外の国では、外貨資産の増大よりもハイパワード・マネーの増大の方が低くなっているのは、なんらかの政策努力が行われたことを意味している。それにしても、外貨資産の増大が極めて大きいため、こうした対応は十分でなかったり、副作用を伴ったと考えられる。この点を、金融政策と財政政策の側面に分けて、以下で検討する。

金融政策（不胎化政策）の難点

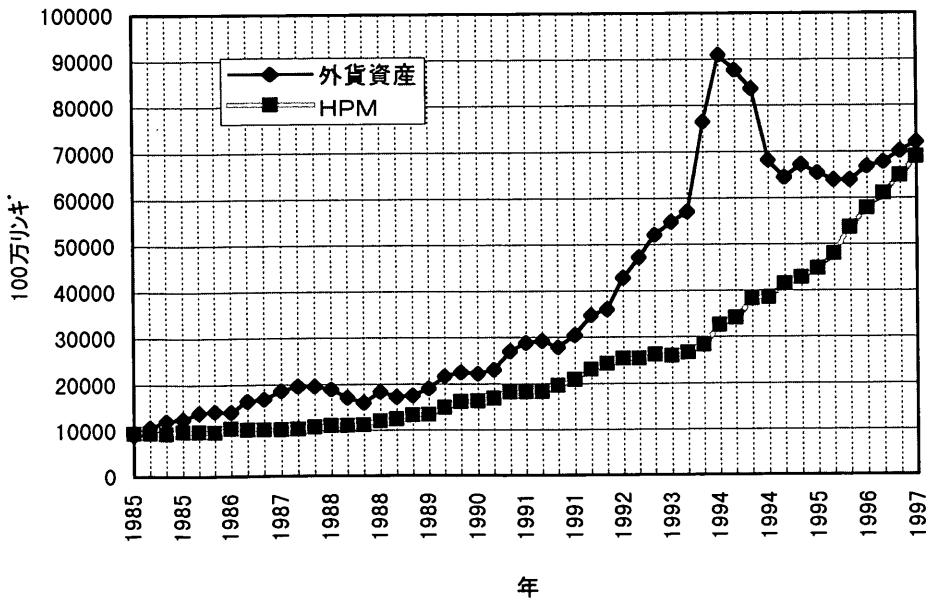
外貨準備増大の影響を緊縮的な金融政策により相殺する場合、これを不胎化政策と言う。しかし、不胎化政策には限界がある。例えば、中央銀行が民間金融機関を相手に債券を売却するいわゆる売りオペレーションは、アセアン諸国のように債券市場の発達が比較的遅れている場合には、おのずと限度がある。このため、中央銀行債をオペレーションの為に、わざわざ発行して対応する場

図4-A 中央銀行のバランスシートより（タイ）



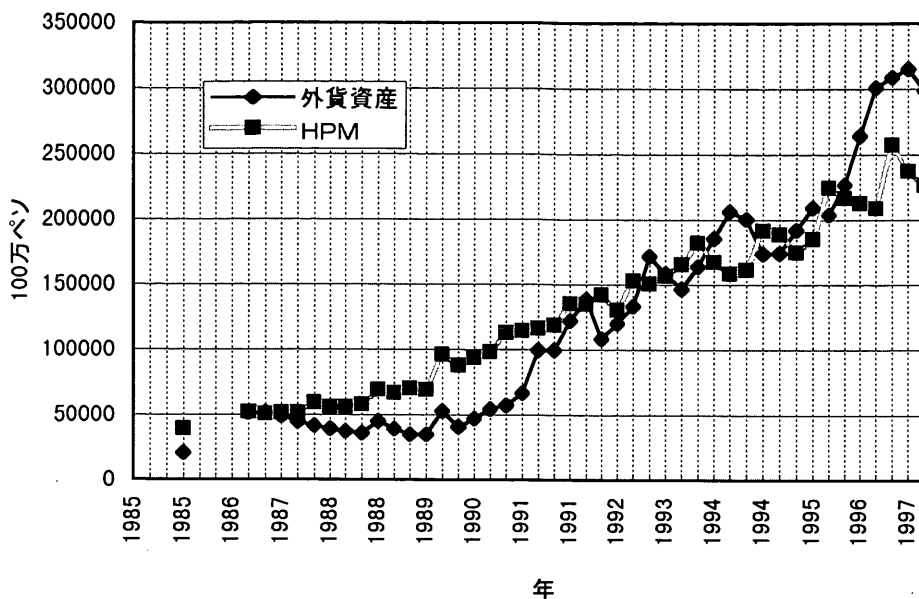
(出所) IMF "International Financial Statistics"

図4-B 中央銀行のバランスシートより（マレーシア）



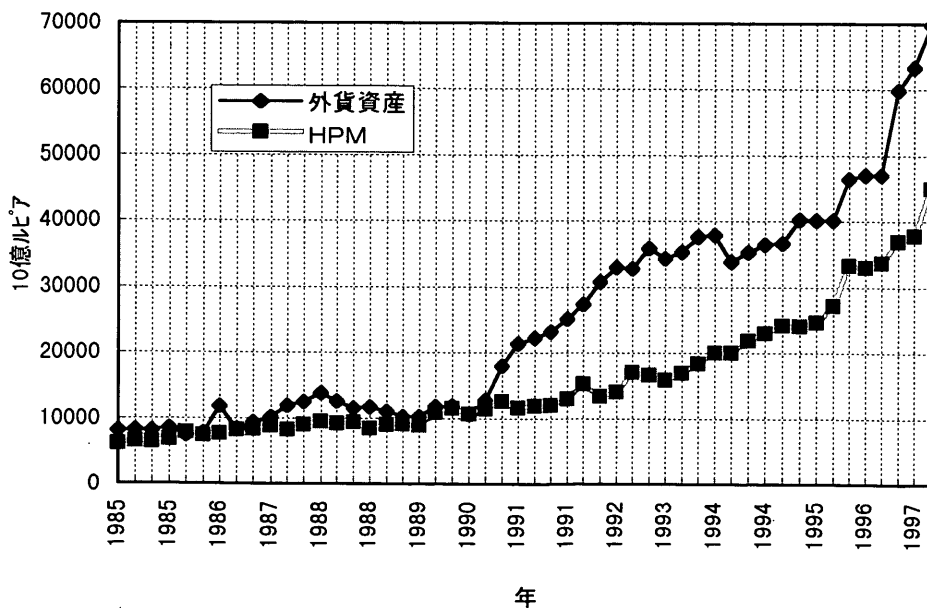
(出所) 図4-Aに同じ。

図 4 - C 中央銀行のバランスシートより (フィリピン)



(出所) 図 4 - A に同じ。

図 4 - D 中央銀行のバランスシートより (インドネシア)

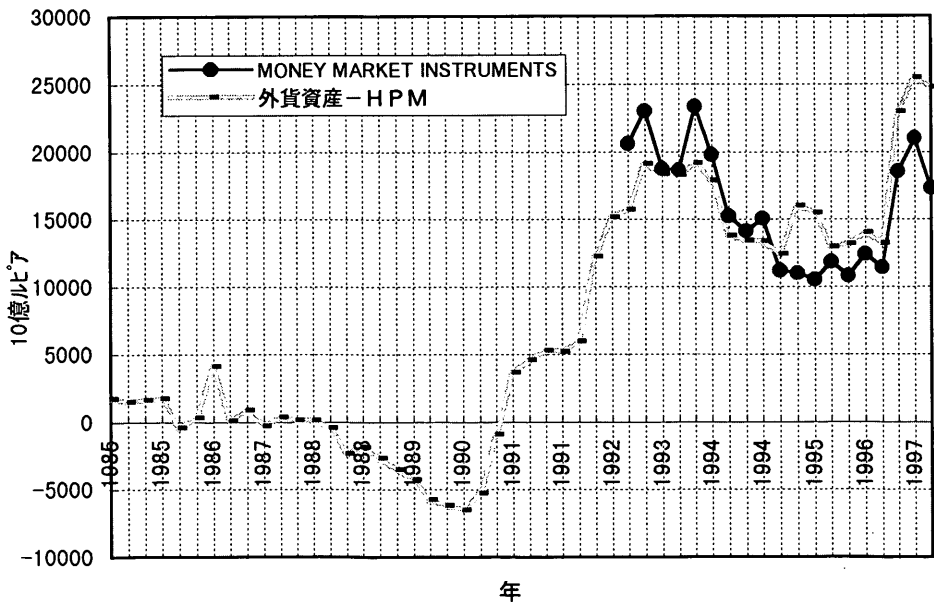


(出所) 図 4 - A に同じ。

合もある。インドネシアは、こうした方策をとった。図5の薄い線は図4における外貨資産額からハイパワード・マネーを引いた値である。実線は中銀債券を用いた不胎化政策の程度を示している。この図は、極めてきれいに不胎化政策の状況を示しているが、95、6年頃にかけて、不胎化の規模そのものが縮小しており、不胎化政策が不十分であった可能性も示している。

ところで、不胎化政策に関連しては、伊藤〔1997〕が興味深い点を指摘している。経済の教科書的に言えば、資金流入をちょうど相殺する不胎化政策を行えば、国内金利は不変に保たれるはずである。ところが実際は、資金の流入が直接投資や株式・債券市場などへの投資といった、比較的長期の金融市場で起こっているのに対し、その影響を相殺するための不胎化政策は、マネー・マーケットなどの短期金融市場で行われることが多い。このため、瞬間的には、長期金融市場の金利や利回りが低下（証券価格は上昇）する一方で、短期金利の上昇が起こる。一般に、短期資金の方が、金利格差により敏感に反応すると考えられるので、これは、短期資金の流入を誘発してしまう。こうして、不胎化政策自身が、さらなる資金流入を引き起こす可能性がある。

図5 中央銀行のバランスシートより（インドネシアの不胎化政策）



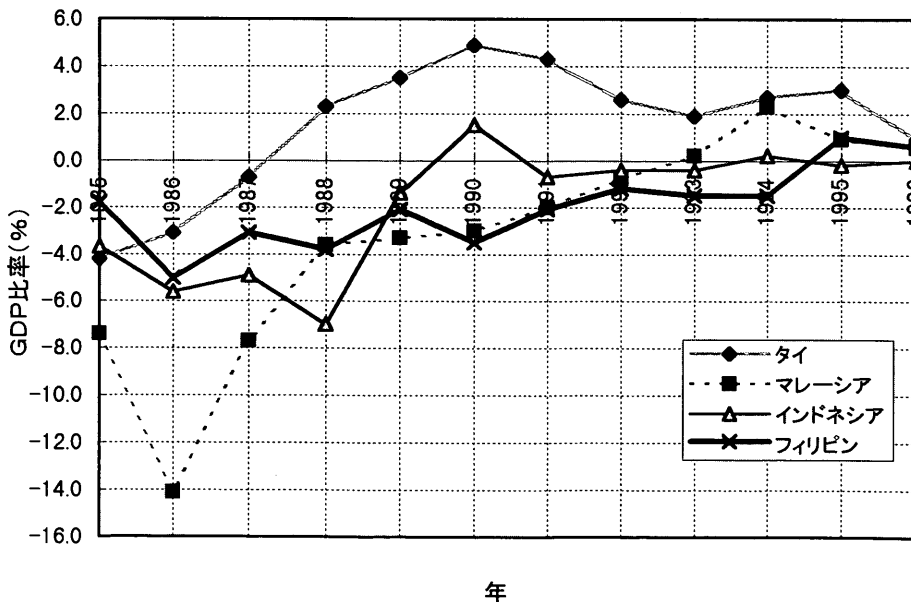
(出所) IMF "International Financial Statistics"

財政政策の難点

このような不胎化政策の限界を考えると、資金流入による影響を相殺する為には、緊縮的な財政政策を併用することが望ましい。しかし、財政政策は機動性において、金融政策に劣るので、短期的な資本の流出入に対応する政策としては、本来は金融市場を経由する政策手段を用いるのが望ましい。また、財政収支の改善は、国債の供給を減少させるので、債券市場の発展にとってはマイナス要因となる。これは、金融政策の政策手段の範囲を制限するという一種の悪循環にもなる。

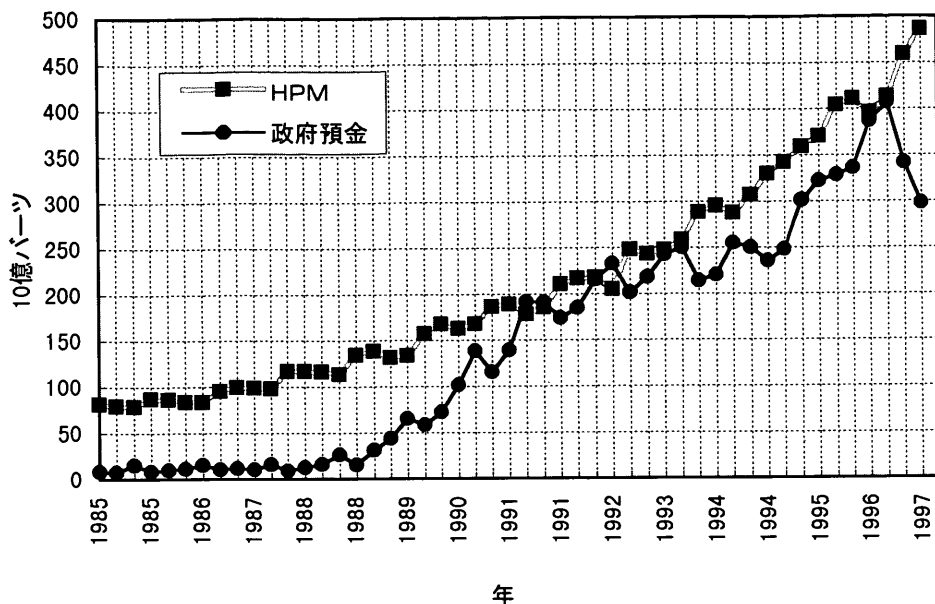
図6に各国の財政収支のGDP比率を示したが、80年代末より、タイの財政収支は黒字に転換しているし、他のASEAN諸国も、タイほど極端ではないが、財政収支は改善基調で推移している。ここで、財政政策に関連して、タイのとった政策を見てみよう。タイにおいては、金融政策手段の不足により、窮余の策として、中央銀行に対する政府預金を積みますことにより（疑似的）不胎化政策を行った形跡がある。中央銀行のバランスシートを詳しく調べると、ハイパワード・マネーの残高に匹敵する規模の政府預金残高があったことが分か

図6 ASEAN諸国の財政収支の推移



(出所) ADB "Asian Development Outlook"

図7 中央銀行のバランスシートより（タイにおける財政政策の役割）



(出所) IMF "International Financial Statistics"

る。図7に、タイの中央銀行バランスシートから、ハイパワード・マネー（薄い線）と、政府預金（実線）の2項目をグラフ化した。これを見ると、それまで、ほとんど無視できる規模であった政府の中央銀行への預金残高が、80年代末より急速に増大してハイパワード・マネー総額に匹敵する規模に達している。本来は、金融政策により行うべき不胎化政策を、財政政策により代替するという苦しい選択を行った結果と考えられる。それでもとくに94～95年にかけては、こうした便法による不胎化政策も不十分であったように見える。

共通の（政治経済学的）難点

いかなる政府も引き締め政策を嫌う傾向がある。代議制民主主義の下では、政治家は景気の悪化が選挙民の不平を招くことを嫌う。また、「開発独裁」的な政府であっても、景気の悪化は、「独裁の正当性」を揺るがす要因であり、無視できない。これが、資本流入に伴う需要引き締め政策を不十分にする可能性は極めて高い。

しかも、不十分な需要管理政策が、その弊害をもたらすまでには、時間的な

ずれがある。例えば、資本流入による「金あまり」が、インフレを引き起こすには、少なくとも半年以上のずれがある。また、バブルに結びつく場合には、短期的には利益を得る（得たと錯覚する）人々も多い。こうした「ズレ」は、ものごとの因果関係を分かり難くするため、正しいポリシー・ミックスについての理解を妨げるだろう。百歩譲って、政府（政策担当者）が正しく認識していたとしても、その政策に対する政治家や民衆の支持を得にくくするだろう。

2. 金融機関に対する健全性規制とバブルの後始末

以上のような難点を見ると、アセアン諸国で十分な需要管理政策が行えなかったのも仕方のない側面も大いにある。しかし、バブルの発生と崩壊に関しては、より強力な対策を行うべきではなかったかと思われる。

大口貸出規制、流動比率規制などのバランスシート規制や、中央銀行の検査体制の整備、最近では自己資本比率規制とセットとなった早期警戒措置などの金融機関の安全性を高める政策を総称して健全性規制（プルードンス規制）⁷と呼ぶが、バブル発生と崩壊を防止するために、これらの政策を強化すべきであった。

金融部門への対応は今後も重要である。例えば、通貨価値の下落に伴い、外貨建てで資金を調達していた民間企業が返済に行き詰まり、一斉に債務超過に陥れば、こうした企業に資金を提供していた銀行などの金融機関の経営問題に発展する可能性は高い。銀行危機への対応に関しては、難しい問題が多く、その処理には、極めて大きなコストか、時間（多くの場合両方）が必要とされる。これが、経済の回復を遅らせると予想されるために、さらに通貨が売り込まれる要因となっている。このようにスパイラル的な状況の悪化を引き起こしかねないだけに、バブルの後始末としての金融機関に対する政策は重要である。しかし、これは法的・制度的な問題の改善や政治の不透明な介入を排しつつ、かつ強力な政治的リーダーシップが必要とされるなど、防止するよりもずっと難しい作業となる（日本の不良債権処理が進まない理由と共通する）。

3. 資本流入規制

さて、上述のように、膨大な資本流入がある際には、固定レート制度維持に伴うポリシー・ミックスには、かなり無理が生じる。そこで、何らかの資本流

入規制を設けて、過大な資本流入を制限するという方法は検討に値する。実際に、メキシコ危機以後、このような配慮に基づく資本流入規制に関しては、IMFでさえも容認する姿勢をとっているのである（伊藤 [1997] 参照）。ただし、こうした資本流入規制を資本取引への規制一般と混同しないよう注意する必要がある。特に、最近、マレーシアが行おうとしている資本流出への規制とは、明確に区別すべきである。後者（流出規制）は、既に投下された資本に対する取引の自由を制限すると言う意味で、約束違反であり、政府に対する投資家の信任を著しく損なう。前者（流入規制）は、入ってくることに對する規制であるので、投資の選択の幅を狭めるという効果はあるものの投資家に対する実害は少なく（投資家は単に他の国の資本市場に投資を行えばよい）、その国の政策に対する信頼悪化の問題は少ない。また、後者は、多くの場合、通貨危機が起こり（または、起こりそうになり）、その国の通貨に対する信任が失われた後に行われるわけだが、これは、投資家の信頼をさらに失うことにより、ますます通貨危機を煽る効果を持つ。

4. 変動レート制度への移行

変動レート制度を採用し、国際収支は為替レートの変化による調整に任せることも十分、検討に値するように思われる。これは、資本流入が激しい状況では、かなり勇気のいる政策である。変動レート制度への移行に伴って、為替レート水準の大幅な増価が起こり、自国の輸出産業に大きな悪影響を及ぼす可能性があったからである。しかし、固定レート制度への政府のコミットが、為替レート変動のリスクを低くし、それが、（特に短期の）資本流入を促進した効果も大きかったと考えられる。従って、変動レート制度への移行は、資本流入の規模を小さくする効果を持っただろう。

こうした仮定の話はさておき、現実問題として、今回の通貨危機により、アセアン諸国の多くが変動為替レート制度への移行を余儀なくされている。この機会に、変動レート制への移行を永続化するという選択も、十分にありうるだろう。この場合には、輸出入関連企業や海外からの進出企業が、為替変動リスクに対処しやすくする環境を整備する必要がある。例えば、層の厚い先物外為市場は、先物による為替リスクのヘッジを可能にする。また、国内金融市場の発展は、投資資金を現地通貨建てで調達することを容易にし、債務の為替リス

クを軽減するだろう。つまり、金融改革を促進し、金融市場を育成することが肝要である。

5. カレンシーボード

一方、固定レート制度への復帰を目指す場合も、単純な回帰ではなく、香港が採用しているようなカレンシーボード制⁸も一つの選択肢である。メキシコ危機以後に、中南米諸国への「通貨危機の伝播」が、問題となった際にも、アルゼンチンは準カレンシーボード制度を取っていたことにより乗り切ることができたと言われている。カレンシーボードの詳細に関しては補論に譲るが、簡単に言うと、これは為替レートの安定という目的以外の国内景気・金利などの調整という政策目的は放棄するに等しい制度である。このため、国際収支の不均衡が景気や金利の変動に直結するという難点がある。最近の香港における事態のように、通貨価値の維持のためには、激しい金利の変動や株価の急落のように、国内経済への著しい悪影響も仕方ないという割り切りが必要とされる⁹。従って、香港のように中継ぎ貿易や、国際金融センターといった対外取引に関連する分野に特化している経済にとっては、適しているかもしれないが、アセアン諸国に適しているかどうかには、やや疑問がある。

6. まとめ

この節では、通貨危機防止の観点から、望ましいポリシー・ミックスについて考察した。残念ながら、全てについて満足のいくポリシー・ミックスはあり得ない。固定レート制度は、「為替レートの安定」という目的を重視する政策だと言えるが、この目的の達成の為には、往々にして金融政策や財政政策に関する制約を受入ざるを得ない。逆に、金融政策などの自由度は、変動為替レート制度の方が高いが、これは、為替の安定を犠牲にすることである。また、固定レートの防衛のみに特化する覚悟があるならば、カレンシーボード制の採用がありうるが、金融政策に関する自由度を完全に放棄するという犠牲が必要となる。従って、今後、各国がどのような通貨制度を取るかは、各国において、何が相対的に重要な政策目的であるかにかかっている。これは、各々の国の国民と政治家の判断に任せられるべき事柄である。

しかし、ここで注意を喚起したいのは、トレード・オフ関係の認識である。

通貨価値を維持し、国内景気を刺激し、財政を拡大するというように、あらゆる側面で、満足のいく結果を求めることは、どだい無理なのである。とくに、固定レート制度をとっている場合は、ポリシー・ミックスの失敗による悪影響が、時間をおいて現れることが多いので、トレード・オフの存在を見失いやすいという「落とし穴」に陥りやすい。

第4節 日本の役割¹⁰

1. 知的支援と資金援助

まず、東南アジア諸国に対する知的な支援が必要である。これらの国では、これまで経済が順調に推移してきた故に、今回の通貨危機による心理的な意味でのショックも大きいと推察される。それは、タイ政府がIMFへの支援依頼をぎりぎり（外貨準備が実質的になくなる）まで、先延ばしにしたことや、マレーシアのマハティール首相の極端な海外「投機家」批判といった反応の背景となっていると思われる。こうした反応に対して、必要以上に同調することは、日本の国際的な評価を高めることにはつながらないだろう。それよりも、これら諸国の抱える経済問題の落ち着いた分析と対策の提示という面で、まず、貢献を示す必要があるだろう。本レポートが、そのための一助になれば幸いである。

これに関連して、触れておきたいのは、「アジア通貨基金」構想に関する顛末である。この構想が発表された後、米国などから強い懸念が表明された。当初、この構想はIMFのコンディショナリティーを避けるための提案と受け取られた。これは、アジア諸国の安易な経済政策を奨励することに繋がるからである。また、これは、日本が主導するスキームへの懸念の現れでもある。少し厳しい言い方をするならば、米国などは、日本が独力で、途上国への適切な政策提言とセットでの資金援助が出来るとは思っていないのである。

最終的に、日本は米国の主張に同調し、IMFとの協調を前提と主張したのは、現時点では、正しい判断であったと思われる。しかし、長期的には、日本自身が経済分析と提言能力を高めることにより、国際的な名声を獲得する努力が必要である。資金提供は、マクロ政策への助言などの知的支援と組み合わされて、はじめて効果を発揮するし、国際的な評価にも繋がるものである。

2. 市場を通じた支援

また、日本が、現在進行中の金融改革を確実に遂行することは、東アジア諸国に対する市場を通じた支援策ともなるだろう。一部では、「円の国際化」を促進すべきであると言われているが、これも、我が国の金融市場が効率的で魅力ある市場とならねば、実現は難しいのである。例えば、アジア諸国の中央銀行が、外貨準備の一部として、もっと円資産を保有したいと考えたときに、東京市場における日本政府債券取引が、コスト高で、使い勝手の悪いものであれば、躊躇するであろう。同様に、円の先物市場などの育成により、アジア企業・進出日系企業が円を用いた貿易決済を行う際の為替リスク・ヘッジのコストを引き下げることにも必要である。

3. 日本自身の構造改革

日本自身が、「バブル」の後遺症に苦しんでいる。この点では、実は、我が国も現在の東南アジア諸国と同じレベルであることを意味している。今回の通貨危機においても、タイに対する銀行融資の半分以上が日本の銀行によるものだと言われている。その規模は4～5兆円に達する。これらの債権が、国内の不良債権問題に加えて問題化するのは時間の問題であろう。これが、日本の抱える構造改革をさらに難しくするだろう。また、国内のバブル崩壊とそれに伴う巨額の不良債権問題は、金融機関のリスク管理能力に対する疑念を生じたが、今回の事態は、邦銀が同じ誤りをアジア規模で再現して見せたとも言えるだろう。原因にまで遡った不良債権問題の解決と金融ビッグバンによる日本自身の構造改革が求められている。

第5節 今後の見通し

今後の見通しに関しては、日本を含むアジア諸国では、希望的な観測を含めて「楽観論」の傾向が強く、欧米諸国を中心に「悲観論」の傾向が強いようだ。そして、「楽観論」は、これまでの「実体経済の強さ」を強調する傾向があり、「悲観論」は金融危機の恐れや、その処理システムの不備を強調する傾向がある（後者の典型的な例は *Asia's Economic Crisis*, *The Economist*, Nov. 15, 1997）。筆者は、後者の「悲観論」の方に、若干の理があるように思

う。最大の根拠は、今後いくつかの国においては、「金融危機」が深刻化する可能性が極めて高いという点にある。さらに、アジア諸国の政府がこうした金融危機へ適切に対処することが出来るかという点にも、大きな不安がある。この点では、日本がバブル経済の崩壊以後、今日に至るまで根本的な不良債権問題の処理を先延ばしにし、事態を悪化させたことを反面教師として、十分参考にしてもらいたい。

金融危機への対処としては、最終的には、膨大な額の公的資金を投入するしかない。それには、財源の手当は当然問題となるが、「原則」の堅持も、極めて重要である。同じ公的資金の投入でも、金融機関を救済する形での導入は、国民の理解を得られないし、金融機関のモラルハザードを引き起こす。従って、経営に失敗した金融機関に対しては、清算を含めた厳格な措置をとる一方で、金融システム不安を防止するための必要最小限の公的資金投入を行うことが「原則」となる。これに対して、最悪のシナリオは、金融機関の財務状況が十分開示されずに、政治家などの不当な圧力の下、官僚の裁量によって、不透明な処理が行われることである。（これは、政治家や官僚の役割がないということではない。政治家は国民のコンセンサス作りに対しリーダーシップを発揮し、官僚は明確な原則に基づく処理を着実に実施することが必要である。）

現在、通貨の安定という点に関心が集中しているが、事態がある程度沈静化した後には、金融不安・金融危機とそれへの対策が重要なトピックとして注目されるようになるであろう。本章を含めて、今回のトピックレポートでは、通貨危機の原因などの分析に主眼が置かれたが、金融危機の観点からの分析と将来予測は、今後の大きな課題として残されている。それには、金融部門の状況のより深い分析に加え、各国の法や会計制度、政治システムなどの分析・評価も必要となるだろう。我々としても、今後、機会を改めて、取り組みたいと思っている。

補論：カレンシーボード

カレンシーボードは自国通貨の価値を外貨に対して固定するという意味では、固定レート制度の一種であるが、その大きな特徴は、発券銀行が自国通貨を発行する際に、100%の外貨保有を義務づけている点にある（アルゼンチンは80

%で良いので準カレンシーボードと呼ぶ場合がある)。これにより、国内金融政策の自由度は大きく制限される。外国資金の流入はベースマネー（従ってマネーサプライ）の増大を、流出は減少を自動的に意味するので、不胎化を全く行わない固定レート制度と同じであると考えられる。この下では、金本位制度の下での国際収支調整と同様のことが起こる。すなわち、国際収支の黒字はマネーサプライ増大による景気拡大とインフレが経常収支を悪化させる効果と、金利の低下による資本収支の悪化により、調整される。逆に、国際収支の赤字は、マネーサプライの減少による景気悪化とデフレが経常収支を改善させる効果と、金利上昇による資本収支の改善により、調整される。（部分的にせよ）不胎化を伴う固定レート制度が、国際収支の調整を先延ばしにする効果を持つのにに対し、カレンシーボードでは、為替レートは固定されていても景気や利子率を通じて国際収支の調整が行われる点が異なる。この点が、通貨危機に対して強い理由の一つである。また、中央銀行による為替市場への介入によって固定レートが維持されるのではなく、自国通貨発行のルールを通じて固定レートが維持されるということも、「投機筋」の「通貨への攻撃（アタック）」を成り立たせ難くしている。

カレンシーボードの利点をさらに追加すると、経済にはフリーランチはないという現実を否認なしに突きつけられるという点である。このため、最重要視する政策目標（この場合は為替の安定）の追求のために、他の政策目標（国内景気対策）を犠牲にするという構造がはっきりと認識される。これに対して、不胎化を伴う固定為替レート制度の場合は、固定レートも維持したいし、国内金融政策の自由度も維持したいという、長期的には無理のある政策が追求される危険性がある。これが、通貨危機のような劇的な事態に至るまで、経済政策の転換を先延ばしする傾向を招くことになる。

余談になるが、香港におけるカレンシーボード制度は、中国への返還に関しても意味を持っている。それは、カレンシーボードはルールに基づく制度で、政策的な介入の余地がないので、将来的に中国政府が香港の為替・金融政策に関して口を挟む余地を狭めることができるというものである（96年夏の香港金融当局でのヒヤリングによる）。

(注)

- 1 一種の投資信託。複数の投資家より集めた資金を、様々な市場に渡って幅広く、多様な金融資産へ投資し、機動的に運用する。基本的な戦略は、割安と思われる金融資産を買い、割高と思われる金融資産を売ることで、リスクを抑え、かつ高利回りの投資収益を得ようとする。別の言い方をすると、市場の歪みを（発見して）利用し、収益を得る戦略である。
- 2 もっとも、政治的には、十分な意味を持っている。例えば、ナショナリズムの鼓吹により政策の失敗から目をそらす効果が期待できるし、先進国を悪者扱いすることに成功すれば、WTOなどでの交渉にも有利である。
- 3 タイのケースでは、ソロス氏のファンドは、通貨危機の当初に、パーツのショート（売り）ポジションを取っていたことを認めている。しかし、パーツ下落の大部分は、ソロス氏のファンドが、こうしたショートポジションを解消した（すなわち投機の利益を実現化した）後に起こっている。従って、こうした行動は「引き金」となったと言う根拠は十分あるが、これが主要な要因であると言うことは出来ない。（Hedge Funds Get an Ugly Rap in Asia, *The Asian Wall Street Journal*, 97/09/06を参照。）
- 4 経済学的には「投機」は有意義な行動とされている。（資産）市場取引の動機としては、「実需」「ヘッジ」「投機」の三つがあげられる。究極的には、「実需」の実現の為に市場が存在すると言って良いが、これは、「ヘッジ」や「投機」が不要であることを意味しない。「ヘッジ」の代表的な例は、貿易決済の時間のズレに伴う為替リスクを軽減する為の、先物為替の予約があげられる。「投機」は、市場で形成される価格に、「将来の予想」を反映させるという重要な役割を持っている。また、このような「実需」以外の動機により市場に参加する投資家の存在が、市場取引に「厚み」をもたらし、円滑な取引環境をもたらす重要な要因ともなっている。また、これら三つの動機の区別は理念的なものであり、現実には、一つの取引が複数の動機からなされる場合が多く、取引主体ごとに動機を区別することは難しい。例えば、貿易取引に伴う外貨の取引などは「実需」に基づくものと言われるが、「リーズ・アンド・ラグス」として知られているように、将来の為替変動を予想して貿易決済を通常より早めたり遅らせたりする行為は「投機」の側面を持っている。
- 5 経営権の取得を目的としない証券の取得。株式や債券の購入による資金の流入。
- 6 もっとも金融市場の発達により、こうした区別はあまり意味を持たなくなっている。直接投資や融資を行っている主体も、現地通貨の下落による損失を回避する手段を持っている。例えば、その国の通貨を空売りする、先物を売る、プット・オプションを購入するなどの行為により為替リスクをヘッジすることができる。これは、当然のことながら、通貨価値を下落させる要因となる。
- 7 金融の分野においては、モラルハザード（道徳的危険）と呼ばれる一種の「市場の失敗」が発生する危険性が高い。例えば、政府が銀行の経営破綻を放置するはずはないという確信がある場合には、銀行は、資産価格が下落するリスクを軽視して（その時には政府が救済してくれるから）、不動産融資などリスクの高い融資を集中的に行うことがありうる。また、バブルの崩壊が随分先に起こり、その時には、融資を実行した担当者や役員は、既に、その職にはいないだろうと予想している場合にも、同様のことが起こるだろう。健全性規制は、このような「市場の失敗」に対する補正策として正当化される。国宗・伊藤[1998]参照。
- 8 香港では「リンク・システム」と呼ばれている。Sell - Off Puts the Spotlight On HKMA's Intervention, *The Asian Wall Street Journal*, 97/10/28も参照されたい。
- 9 Hong Kong Monetary Authority [1995] p56-65 参照。
- 10 ここでは、本章後半で検討してきたポリシー・ミックスの議論に即した提言にとどめる。産業構造、生産性の向上策など、ミクロ的な分析に関連した提言は、国別分析の諸章などに譲る。

参考文献

1. 国宗浩三・伊藤成朗 [1998]、「総論」、『金融危機と金融規制』渡辺慎一編、近刊、アジア経済研究所
 2. アジア経済研究所 [1995]、『メキシコ通貨危機とアジアへの教訓』アジ研緊急レポートNo. 3 (1995年2月)
 3. 伊藤隆敏 [1997]、「資本移動と新興市場－メキシコ危機の教訓－」『経済研究』、一橋大学、Vol. 48, No. 4 (Oct.)
 4. Hong Kong Monetary Authority[1995], Money and Banking in Hong Kong, HKMA: HK.
-